BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2017

La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada[1]

Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2016, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2021. Établie pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC), cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour[2]. Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de l'économie et sur leurs implications pour l'inflation. La rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* constitue un élément important de cette démarche. Les décisions de la Banque en matière de politique monétaire sont normalement annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et les résultats de l'actualisation de sa projection, y compris les risques qui l'entourent, font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le *Rapport*.

Le régime de ciblage de l'inflation est *symétrique* et *flexible*

- Le régime canadien de ciblage de l'inflation se distingue par son caractère *symétrique* : la Banque se préoccupe en effet autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur.
- Ce régime est également *flexible*. En temps normal, la Banque cherche à ramener l'inflation au taux visé dans un délai de six à huit trimestres. L'horizon pour l'atteinte de la cible d'inflation pourra cependant varier, selon la nature et la persistance des chocs économiques.

Le suivi de l'inflation

- À court terme, les prix de certaines composantes de l'IPC peuvent être particulièrement volatils. Ces composantes, ainsi que les modifications des impôts indirects comme la TPS, peuvent occasionner des fluctuations considérables de l'IPC.
- Pour formuler la politique monétaire, la Banque cherche à faire abstraction des variations transitoires de l'inflation mesurée par l'IPC et se fonde sur des mesures de l'inflation fondamentale plus représentatives de la tendance sous-jacente de l'inflation. De ce point de vue, ces mesures servent de guide dans la conduite de la politique monétaire afin de faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC — elles ne remplacent pas l'inflation mesurée par l'IPC.
- Les trois mesures de l'inflation fondamentale que privilégie la Banque sont : l'IPC-tronq, qui exclut de l'IPC les composantes dont les taux de variation, au cours d'un mois donné, affichent les variations les plus extrêmes; l'IPC-méd, qui correspond à la variation de prix se situant au 50e centile de la distribution des variations de prix au cours d'un mois donné, pondérées selon les poids des composantes dans le panier de l'IPC; et l'IPC-comm, qui extrait les mouvements communs des prix entre les catégories du panier de l'IPC au moyen d'une méthode statistique.

---

1 Voir la *Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant le renouvellement de la cible de maîtrise de l'inflation* (24 octobre 2016) ainsi que le document d'information publié à ce sujet en octobre 2016. On peut consulter ces deux documents dans le site Web de l'institution.

2 La Banque dispose d'une série de mesures exceptionnelles qu'elle pourrait prendre pour accroître la détente monétaire ou améliorer les conditions sur le marché du crédit lorsque les taux d'intérêt se situent à un niveau très bas. Ces mesures et les principes qui en régissent l'utilisation sont décrits dans le *Cadre de conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt*, publié également dans le site de la Banque.

Le Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque, à l'adresse banqueducanada.ca.

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

Service d'information publique
Département des Communications
Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Téléphone : 613 782-8111;
1 800 303-1282 (sans frais en Amérique du Nord)
Courriel : info@banqueducanada.ca
Site Web : banqueducanada.ca

ISSN 1201-6783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)
© Banque du Canada, 2017

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2017

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Stephen S. Poloz, Carolyn A. Wilkins, Timothy Lane, Lawrence Schembri, Lynn Patterson et Sylvain Leduc.

Table des matières

L'économie mondiale 1

Encadré 1 : Conséquences potentielles d'une montée du protectionnisme commercial 2

Encadré 2 : Estimation de la croissance de la production potentielle de l'économie mondiale 4

Les conditions financières mondiales 4

Les États-Unis 6

Les autres économies avancées 7

Les pays émergents 8

Les prix des produits de base 8

L'économie canadienne 11

Encadré 3 : Principaux éléments du scénario de référence 12

L'évolution récente 13

La marge de capacités excédentaires 14

Encadré 4 : Une comparaison de l'évolution récente du marché du travail au Canada et aux États-Unis 15

L'inflation 16

La croissance de la production potentielle 17

Les perspectives économiques 18

Les exportations 18

Les investissements des entreprises 20

Les dépenses des ménages 22

Les perspectives d'inflation 23

Les risques entourant les perspectives d'inflation 25

Annexe : Réévaluation de la croissance de la production potentielle 29

L'économie mondiale

Des données récentes indiquent que la croissance de l'économie mondiale a connu un redressement quelque peu supérieur à ce que l'on avait prévu dans la livraison de janvier du *Rapport sur la politique monétaire*. L'incertitude considérable observée en janvier, en particulier quant à la politique économique américaine, continue toutefois de planer sur les perspectives. Cette incertitude devrait persister, étant donné que les modifications envisagées, notamment pour la politique budgétaire et celle liée au commerce extérieur, donneraient lieu à un processus complexe et probablement long de négociation et de changement législatif (**Encadré 1**).

La Réserve fédérale des États-Unis a relevé le taux des fonds fédéraux de 25 points de base à la mi-mars en réponse au raffermissement de l'inflation et à la situation de quasi-plein emploi sur le marché du travail. En dépit de cette étape vers la normalisation, la politique monétaire américaine reste expansionniste. Les conditions financières à l'échelle du globe continuent de soutenir la croissance.

La croissance de l'économie mondiale devrait passer de quelque 3 1/4 % en 2017 à environ 3 1/2 % en 2018-2019 (**Tableau 1**), ce qui n'a essentiellement pas changé depuis janvier. Cette projection tient compte d'une

Tableau 1 : **Projection relative à la croissance de l'économie mondiale**

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2016	2017	2018	2019
États-Unis	16	1,6 (1,6)	2,1 (2,2)	2,3 (2,3)	1,9
Zone euro	12	1,7 (1,6)	1,6 (1,3)	1,6 (1,5)	1,5
Japon	4	1,0 (1,0)	1,1 (1,0)	0,8 (0,9)	0,8
Chine	17	6,7 (6,6)	6,5 (6,3)	6,3 (6,4)	6,3
Pays émergents importateurs de pétrole[c]	32	3,3 (3,3)	3,7 (3,6)	4,0 (4,4)	4,2
Autres pays[d]	19	0,9 (1,0)	2,1 (2,1)	2,5 (3,0)	2,8
Ensemble du monde	100	2,9 (2,9)	3,3 (3,2)	3,4 (3,6)	3,5

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du Fonds monétaire international (FMI) des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2015 publiées en octobre 2016 dans les *Perspectives de l'économie mondiale*.

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.

c. Le groupe des pays émergents importateurs de pétrole n'inclut pas la Chine. Il est composé des grands pays émergents d'Asie, d'Amérique latine, du Moyen Orient et d'Afrique — comme l'Inde, le Brésil et l'Afrique du Sud — ainsi que des nouveaux pays industrialisés comme la Corée du Sud.

d. Le groupe « Autres pays » comprend toutes les économies qui ne font pas partie des cinq premières régions. Il est composé des pays émergents exportateurs de pétrole (p. ex., Russie, Nigéria et Arabie saoudite) et des autres économies avancées (p. ex., Canada, Royaume-Uni et Australie).

Source : Banque du Canada

Encadré 1

Conséquences potentielles d'une montée du protectionnisme commercial

Une intensification du protectionnisme pourrait, selon le degré ou la portée de celui-ci, avoir une incidence importante sur les économies canadienne et mondiale. Le rythme rapide de la libéralisation des échanges de la fin des années 1980 au début des années 2000 a contribué à renforcer la croissance économique à l'échelle du globe. On a assisté, par exemple, à la création de chaînes de valeur mondiales, qui a stimulé les investissements et la productivité.

Une tendance notable à la montée du protectionnisme sur la scène internationale ferait planer un risque non seulement sur la demande à court terme, mais aussi sur la croissance et la prospérité à long terme. Le passage à une économie mondiale beaucoup moins intégrée pourrait également donner lieu à un long processus d'ajustement et exiger une réaffectation difficile des travailleurs et des ressources entre les secteurs d'activité.

Selon la théorie économique, un protectionnisme accru aurait, dans l'ensemble, une incidence négative sur la croissance économique globale. Ses effets sur les prix, les bénéfices, les emplois et les salaires dans différents secteurs de l'économie seraient toutefois complexes et inégaux. Pour ajouter à la complexité, les échanges peuvent être entravés non seulement par les droits tarifaires, mais aussi par un large éventail de barrières non tarifaires telles que les quotas d'importation, les subventions aux producteurs nationaux et la réglementation à laquelle seuls les producteurs étrangers sont assujettis. Les changements apportés aux règles du commerce international peuvent par conséquent créer une incertitude considérable pour les entreprises et les consommateurs; par ailleurs, il est difficile de les intégrer dans les prévisions économiques. Ce genre d'incertitude pourrait freiner les investissements des entreprises au Canada et dans certains autres pays comme le Mexique.

La théorie économique et les modèles de commerce extérieur peuvent néanmoins aider à mieux comprendre certains des canaux par lesquels le protectionnisme opère.

Dans le pays qui adopte des mesures protectionnistes

Les entreprises, les travailleurs et les fournisseurs des branches d'activité protégées profiteraient initialement des mesures protectionnistes, mais d'autres producteurs nationaux risqueraient d'être pénalisés :

- La diminution des importations favorise l'emploi dans les branches d'activité protégées, alors qu'une réduction de la production dans d'autres secteurs (dont ceux qui produisent des biens destinés à l'exportation ainsi que des biens et des services non échangeables) fait reculer l'emploi. C'est ainsi que des emplois sont créés, mais d'autres perdus.
- Les politiques protectionnistes entraînent une hausse de la production intérieure de biens protégés, en détournant des ressources qui pourraient être affectées à d'autres branches d'activité potentiellement plus productives. La compétitivité d'autres secteurs d'activité peut aussi être pénalisée par les prix plus élevés des biens intermédiaires importés ainsi que par l'appréciation du taux de change réel qui normalement s'ensuivrait.

Certes, une montée du protectionnisme peut être favorable à certains producteurs nationaux à court terme, mais peut aussi engendrer des coûts considérables à long terme :

- L'entrée nette d'entreprises sur le marché intérieur pourrait être plus élevée, parce que les entreprises nouvellement arrivées n'ont pas à subir la concurrence étrangère. La productivité aurait alors tendance à baisser du fait d'une réaffectation des ressources aux entreprises moins productives.
- Les chaînes de valeur mondiales pourraient être perturbées, ce qui réduirait la productivité sous l'effet d'une division internationale du travail moins efficiente et d'une diffusion moins grande des connaissances.

Dans la mesure où les politiques protectionnistes minent la productivité, ce sont les ménages qui finissent par en subir les contrecoups :

- Les politiques commerciales restrictives font augmenter les prix à la consommation et diminuer l'ensemble des revenus réels, que ce soit directement en raison des prix plus élevés des biens de consommation finale importés ou indirectement à cause d'une perte de productivité des entreprises.
- Les répercussions des politiques protectionnistes peuvent varier en fonction du niveau de revenu des consommateurs. Les ménages à faible revenu seraient plus touchés puisqu'ils dépendent davantage des biens échangés (par exemple, les aliments et les boissons). Les salariés à faible revenu pourraient aussi avoir plus de mal à se trouver un nouvel emploi durant le processus d'ajustement de l'économie à la modification des règles du commerce extérieur.

Les changements apportés aux politiques de commerce extérieur se transmettraient aussi par l'intermédiaire des mouvements de change, puisque l'évolution du profil des échanges commerciaux aurait une incidence sur les variables économiques fondamentales.

(suite à la page suivante)

Encadré 1 (*suite*)

Dans les autres pays

De nouvelles mesures protectionnistes opéreraient par des canaux similaires dans d'autres pays. Dans ceux exposés à des barrières commerciales, la production baisserait au sein des branches d'activité visées, ce qui inciterait à réaffecter les ressources dans des secteurs potentiellement moins productifs. Il en résulterait une diminution de la productivité et une dégradation du niveau de vie. Le pays en butte au protectionnisme subirait une dépréciation de son taux de change, qui contribuerait à accroître ses exportations dans le reste du monde. Ces effets liés au taux de change seraient sans doute amplement contrebalancés par une demande mondiale plus faible.

Si les restrictions étaient appliquées de manière sélective aux exportations de certains pays, les producteurs d'autres pays pourraient bénéficier d'une réorientation des échanges, car leurs produits seraient relativement moins chers. Toutefois, si ces mesures réduisaient les revenus réels (tant dans le pays qui met en place des mesures protectionnistes que dans ceux qui sont directement touchés), la demande d'exportations provenant des autres pays serait aussi plus faible.

En résumé, la nature et la portée des conséquences de la montée du protectionnisme commercial dépendraient ultimement de plusieurs facteurs, dont le type de mesures adoptées, les branches d'activité ou les secteurs visés et la possibilité de représailles consécutives à la mise en œuvre des mesures en question. Selon un scénario défavorable, les effets négatifs sur les échanges et la croissance à l'échelle mondiale pourraient encore s'amplifier si le protectionnisme provoquait un recul plus généralisé de la coopération transfrontière. Contrairement à la suppression des barrières commerciales, les gains découlant du protectionnisme ne seraient pas suffisants pour compenser les entreprises et les particuliers lésés.

Implications pour le Canada

Comme l'a indiqué la Banque dans des livraisons antérieures du *Rapport*, les événements récents dans certaines économies avancées, notamment aux États-Unis, donnent à penser que les politiques de commerce extérieur pourraient devenir plus restrictives. Le scénario de référence de la Banque tient uniquement compte de l'incidence estimative qu'aurait une incertitude élevée et persistante liée aux politiques de commerce extérieur sur les échanges et les investissements au pays et dans le monde. La portée et l'ampleur d'éventuelles nouvelles mesures américaines en matière de commerce extérieur constituent une importante source d'incertitude. L'application éventuelle de telles mesures au Canada aurait des conséquences néfastes directes sur les exportations. Les mesures américaines qui cibleraient d'autres pays auraient des répercussions plus complexes sur les exportations canadiennes, répercussions qui seraient probablement négatives étant donné l'effet modérateur de ces mesures sur le commerce mondial et la croissance économique, surtout si elles provoquaient les représailles d'autres pays. Il pourrait aussi y avoir d'autres conséquences négatives sur la productivité et la croissance de la production potentielle dans le cas d'une inversion du processus de mondialisation — en particulier d'un démantèlement des chaînes de valeur mondiales.

progression de la croissance de la production potentielle de l'économie mondiale plus lente que postulé précédemment (**Encadré 2**). En outre, la Banque s'attend maintenant à ce que l'incertitude entourant la politique de commerce extérieur des États-Unis freine le redressement de la croissance des échanges et des investissements à l'échelle mondiale.

L'inflation globale a récemment augmenté dans un certain nombre d'économies avancées, sous l'effet principalement de la remontée des prix de l'énergie au cours de 2016 (**Graphique 1**). Les mesures de l'inflation fondamentale devraient monter graduellement durant la période de projection.

Encadré 2

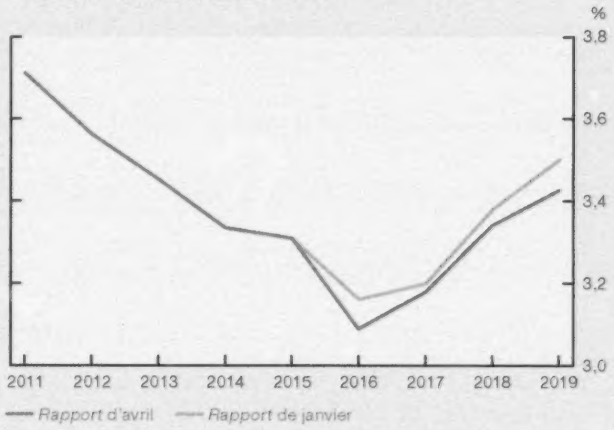
Estimation de la croissance de la production potentielle de l'économie mondiale

La croissance de la production potentielle de l'économie mondiale aurait, selon les estimations, touché un creux d'environ 3 % en 2016, après avoir été en retrait constant par rapport au sommet d'avant-crise de 5 % atteint en 2006[1,2]. Elle devrait progresser légèrement, pour se situer aux alentours de 3 1/2 % d'ici 2019 (**Graphique 2-A**), grâce, surtout, à l'adoption de réformes structurelles visant à améliorer la croissance dans les pays émergents autres que la Chine[3]. Cette dernière devrait pour sa part voir la croissance de sa production potentielle ralentir, conséquence de la transition structurelle vers une croissance moins tributaire des investissements et, dans une moindre mesure, des effets du vieillissement de sa population. Le rebond de la croissance de la production potentielle mondiale est un peu plus léger qu'on ne l'avait estimé précédemment en raison de niveaux d'investissements plus faibles dans les pays exportateurs de produits de base et de retards dans la mise en œuvre de certaines réformes dans les pays émergents et dans la zone euro.

Aux États-Unis, la croissance de la production potentielle a augmenté par rapport au creux d'environ 1 1/4 % atteint depuis la crise, ce qui s'explique en partie par la reprise cyclique de la croissance de la productivité. Le taux de croissance de la production potentielle demeure toutefois très en deçà de la fourchette de 3 à 3 1/2 % dans laquelle il s'inscrivait au début des années 2000. Les prévisions de croissance de la production potentielle aux États-Unis sur la période de projection sont de l'ordre de 1 3/4 %. Ce rythme un peu plus modéré qu'on ne l'avait estimé précédemment reflète un redressement moins prononcé du taux d'activité parmi les jeunes de ce pays. Les chiffres de la croissance de la production potentielle ont aussi été légèrement révisés à la baisse sur la période considérée du fait de la croissance plus faible de la productivité, ce qui laisse supposer que la marge de capacités excédentaires au sein de l'économie américaine serait à présent moins importante.

Graphique 2-A : **Le report des réformes structurelles et la croissance plus faible des investissements se traduisent par une croissance moindre de la production potentielle de l'économie mondiale**

Production potentielle de l'économie mondiale, taux de variation en glissement annuel, données annuelles



Source : estimations de la Banque du Canada

1 Pour en savoir plus, voir P. Alexander, M. Francis, C. Hajzler, K. Hess, P. Kirby, L. Poirier et S. Thanabalasingam (2017), *Assessing Global Potential Output Growth*, note analytique du personnel no 2017-3, Banque du Canada.

2 Une incertitude considérable entoure les estimations de la production potentielle. Un certain nombre de risques entourant les prévisions d'inflation de la Banque qui ont été recensés concernent aussi les estimations de la production potentielle, en particulier la montée du protectionnisme dans le monde.

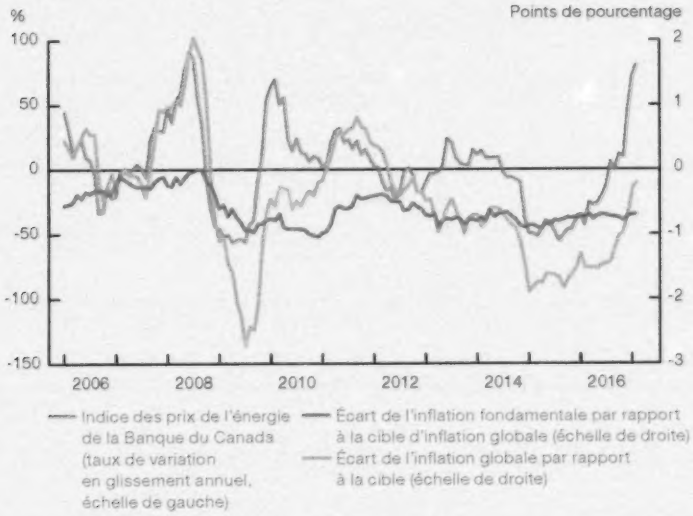
3 Comptent parmi ces réformes structurelles les réformes du marché du travail et de la fiscalité.

Les conditions financières mondiales contribuent à soutenir la croissance dans un contexte de risque

Les rendements des obligations d'État à long terme sont demeurés pratiquement inchangés depuis janvier et restent bas en regard du passé, ce qui s'explique notamment par l'assouplissement quantitatif en cours dans certaines économies avancées. Par rapport à janvier, les prix des actions sont plus élevés et les écarts de crédit plus faibles, en partie grâce à l'amélioration des attentes à l'égard de la croissance mondiale. Les mesures de la volatilité des marchés pour la plupart des catégories d'actifs ont été relativement faibles, alors que persiste un niveau d'incertitude élevé quant à la politique de commerce extérieur des États-Unis et quant aux perceptions de risques politiques importants, par exemple en Europe. Sur les marchés des changes, le dollar canadien a peu changé par rapport au dollar américain, mais il s'est déprécié par rapport aux monnaies d'autres partenaires commerciaux importants, comme le Mexique (**Graphique 2**).

Graphique 1 : La hausse récente de l'inflation globale dans les économies avancées est principalement attribuable à l'augmentation des prix de l'énergie

Données mensuelles



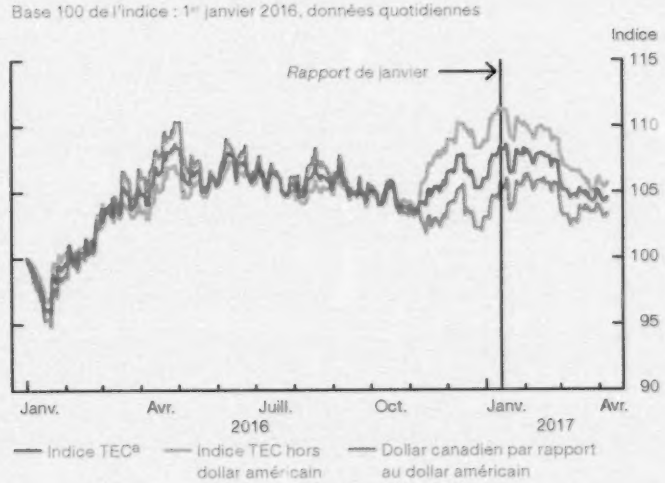
Nota : L'écart global par rapport aux cibles d'inflation pour les économies avancées est fondé sur la part de chaque pays dans le PIB mondial. Celle-ci est calculée d'après les estimations du Fonds monétaire international (FMI) des PIB d'un nombre sélectif de pays mesurés en parité des pouvoirs d'achat et représentant 40 % du PIB mondial. Les cibles d'inflation sont établies en fonction des cibles de 2016.

Sources : sources nationales par l'intermédiaire de Haver Analytics, FMI et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : février 2017

Graphique 2 : Le dollar canadien s'est déprécié par rapport aux devises autres que le dollar américain

Base 100 de l'indice : 1er janvier 2016, données quotidiennes



a. Le nouvel indice de taux de change effectif du dollar canadien (indice TEC) est une moyenne pondérée des taux de change bilatéraux du dollar canadien par rapport aux monnaies des principaux partenaires commerciaux du Canada. Une hausse indique une appréciation du dollar canadien. On trouvera plus de détails sur la nouvelle méthode dans R. Barnett, K. Charbonneau et G. Poulin-Bellisle (2016), *A New Measure of the Canadian Effective Exchange Rate*, document d'analyse du personnel n° 2016-1, Banque du Canada.

Source : calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 7 avril 2017

L'économie américaine devrait progresser à un rythme modéré

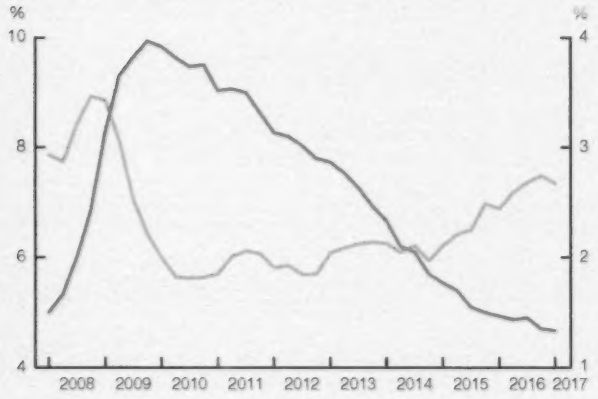
L'économie américaine devrait progresser à un rythme se chiffrant aux environs de 2 % au cours de la période de projection, dans un contexte d'incertitude exceptionnellement élevée entourant les politiques du pays. Il est probable que la faiblesse de la croissance au premier trimestre soit en grande partie liée à des facteurs temporaires, dont un repli de la consommation de services publics attribuable aux conditions météorologiques. La Banque fait maintenant l'hypothèse que les mesures de relance budgétaire postulées dans sa projection devraient être mises en place un peu plus tard que ce qu'elle prévoyait en janvier, en raison des défis qui pourraient se poser sur le plan législatif. La croissance de la production potentielle a également été revue à la baisse (**Encadré 2**).

Des facteurs fondamentaux nationaux robustes devraient continuer à soutenir un rythme de croissance modéré. La progression de la consommation devrait demeurer solide, à la faveur des baisses d'impôt prévues et d'un marché du travail vigoureux (**Graphique 3**). Parallèlement, on s'attend à ce que l'investissement résidentiel progresse à un rythme soutenu, compte tenu de la hausse du revenu des ménages et de la demande liée à l'évolution démographique. Même si les investissements des entreprises ont exercé un effet modérateur en 2016, la croissance était positive dans la dernière partie de l'année. Elle devrait d'ailleurs poursuivre sa remontée, grâce au redressement des investissements dans le secteur de l'énergie et aux perspectives prometteuses d'évolution de la demande intérieure. En revanche, les exportations nettes devraient continuer à freiner la croissance, étant donné l'appréciation passée du dollar américain et l'augmentation des importations attribuable à la fermeté de la demande intérieure.

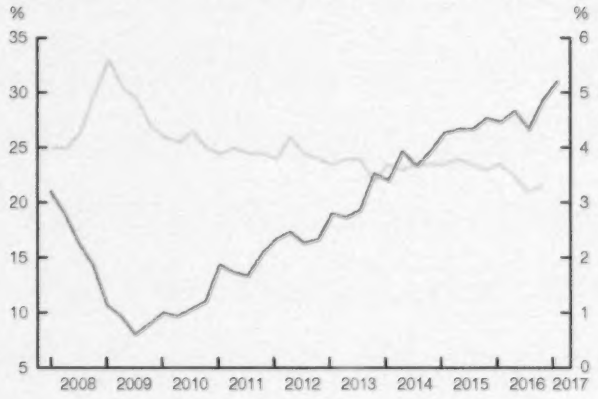
Même si la nature et le moment des changements de politique budgétaire aux États-Unis sont toujours inconnus, le scénario de référence incorpore des mesures de relance budgétaire qui devraient ajouter 0,5 % au niveau

Graphique 3 : **Aux États-Unis, le taux de chômage diminue et la croissance des salaires augmente, tandis que le marché du travail se resserre**

a. Taux de chômage et croissance des salaires, données trimestrielles



b. Indicateurs du resserrement du marché du travail, données trimestrielles

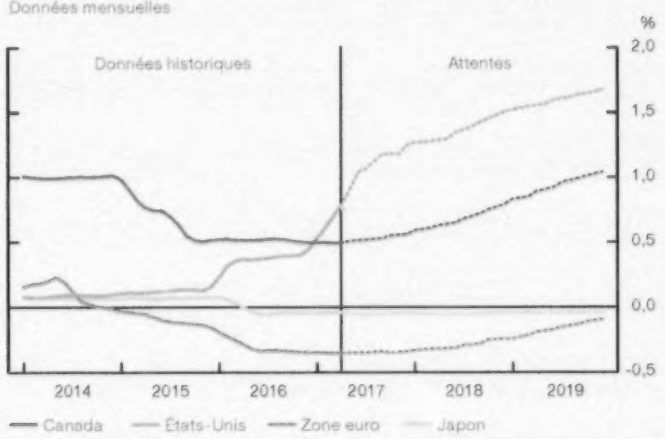


Sources : Bureau des statistiques du travail des États-Unis et Fédération nationale de l'entreprise indépendante par l'intermédiaire de Haver Analytics

Dernières observations : 2017T1 (chômage, salaires et postes vacants) et 2016T4 (mises à pied)

Graphique 4 : **Attentes des marchés concernant les taux du financement à un jour**

Données mensuelles



Nota : Les données historiques représentent la moyenne mobile sur trois mois des taux du financement à un jour en vigueur. Les attentes sont établies à partir des taux des swaps indexés sur le taux à un jour.

Sources : sources nationales par l'intermédiaire de Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

du PIB d'ici la mi-2019. Le montant cumulatif des mesures de relance est le même que celui postulé dans le *Rapport* de janvier, mais celles-ci sont reportées à plus tard dans la projection, eu égard aux signes indiquant que la mise en œuvre des réductions de l'impôt des particuliers et de l'impôt des sociétés prendra plus de temps qu'escompté précédemment. La Banque s'attend maintenant à ce qu'à compter de 2019, des compressions de dépenses contribuent à réduire légèrement le montant des mesures de relance budgétaire. Ces hypothèses seront revues à mesure que le processus budgétaire suivra son cours.

Comme le marché du travail est proche du plein emploi et que l'inflation fondamentale augmente, les marchés prévoient plusieurs autres majorations du taux des fonds fédéraux en 2017 et au-delà (**Graphique 4**). Cette situation contraste avec celle d'autres grandes économies telles que la zone euro et le Japon, où la reprise économique n'est pas aussi avancée et où on s'attend à ce que la politique monétaire demeure expansionniste plus longtemps.

Les perspectives dans la zone euro se sont améliorées, mais restent modestes

Les perspectives de croissance économique dans la zone euro se sont renforcées ces derniers mois. La hausse des prêts accordés aux ménages et un rebond de l'investissement résidentiel ont soutenu la croissance dans la dernière partie de 2016, et des indicateurs récents laissent entrevoir un rythme de progression plus rapide en 2017 qu'on ne l'avait prévu. Les conditions monétaires fortement expansionnistes et l'amélioration du marché du travail ont favorisé ces progrès, et devraient continuer à soutenir la demande intérieure. Le rythme de progression devrait néanmoins rester modeste, soit aux environs de 1 1/2 % durant la période de projection, car il est bridé par la faible croissance de la production potentielle et l'incertitude politique.

Au Japon, la demande intérieure a été plus atone que projeté dans le *Rapport* de janvier et devrait continuer d'être freinée par la progression anémique des salaires. La croissance économique repose donc désormais

davantage sur les exportations, qui ont été stimulées par la faiblesse du yen et une demande robuste émanant des pays émergents d'Asie. Dans l'ensemble, la croissance devrait demeurer autour de 1 % de 2017 à 2019, conformément aux attentes énoncées en janvier.

Les pays émergents affichent un dynamisme supérieur à court terme

L'économie chinoise a affiché des résultats supérieurs à ceux escomptés en janvier. L'augmentation des investissements a engendré une croissance plus rapide que prévu à la fin de 2016, tandis que des données récentes semblent indiquer un début d'année 2017 plus dynamique qu'anticipé. Le rééquilibrage de l'économie chinoise vers une croissance plus axée sur la consommation se déroule dans un contexte de vulnérabilités financières élevées. Pour gérer cette transition, les autorités ont cherché à maintenir la croissance tout en prenant des mesures pour remédier à ces vulnérabilités. Elles ont par exemple imposé des restrictions sur les nouveaux achats de logements ainsi qu'un resserrement sélectif des taux de prêt. Les sorties de capitaux semblent s'être modérées, sous l'effet notamment d'un durcissement des mesures de contrôle des capitaux l'an dernier. Globalement, la croissance en Chine devrait ralentir progressivement au cours de la période de projection, pour passer de 6,5 % en 2017 à 6,3 % en 2018-2019.

De nouvelles données montrent que le rythme de l'activité économique s'est aussi accru dans d'autres pays émergents importateurs de pétrole, particulièrement en Asie. Cette situation tranche avec celle du Brésil, où la contraction de l'économie a été plus profonde qu'anticipé. Cet effet devrait cependant s'atténuer pendant la période de projection, en partie grâce au renchérissement passé des produits de base. Dans l'ensemble, la Banque prévoit que le rythme de croissance du PIB continuera d'augmenter dans les pays émergents importateurs de pétrole, pour passer de 3,7 % en 2017 à 4,2 % en 2019, à la faveur d'un retour à une croissance positive dans certaines économies en difficulté. Ce raffermissement est toutefois plus timide que ce qu'on prévoyait dans le *Rapport* de janvier. Cette situation s'explique par une révision à la baisse de la croissance de la production potentielle, elle-même principalement attribuable aux retards enregistrés dans la mise en place de réformes structurelles axées sur le renforcement de l'expansion.

La croissance de la production potentielle a également fait l'objet d'une révision à la baisse dans les pays exportateurs de pétrole, dont l'Arabie saoudite et la Russie, afin de tenir compte du recul des investissements découlant du fléchissement passé des prix du pétrole. Par conséquent, la Banque entrevoit maintenant que la reprise anticipée de la croissance économique du groupe « Autres pays » sera plus faible que prévu en janvier, passant d'environ 2 % en 2017 à quelque 2 3/4 % d'ici 2019, à mesure que l'effet modérateur exercé par le repli des prix du pétrole se dissipera.

Les prix des produits de base restent essentiellement inchangés

Les prix du pétrole sont demeurés relativement stables depuis janvier, en raison d'un certain nombre de facteurs qui se font contrepoids. La demande a été plus vigoureuse que prévu et, selon les informations obtenues, les réductions de production convenues en décembre par l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et quelques autres pays producteurs ont été largement respectées. Les inquiétudes des marchés concernant

l'offre excédentaire se sont toutefois accrues, en raison du gonflement inattendu des stocks américains de pétrole brut et de l'augmentation du nombre d'installations de forage dans les champs de pétrole de schiste aux États-Unis (**Graphique 5**).

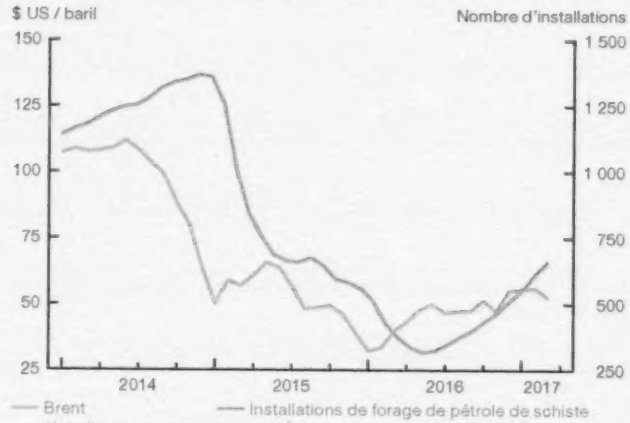
Des risques, tant à la hausse qu'à la baisse, pèsent sur les prix du pétrole. Dans le premier cas, le repli notable des investissements depuis 2014, conjugué au raffermissement de la demande, semble indiquer que les capacités pourraient ne pas suffire à satisfaire la demande à moyen terme. Ce risque potentiel à la hausse est atténué par les progrès technologiques qui ont continué à réduire les coûts de production du pétrole non classique. Il existe également d'importants risques à la baisse à court terme. En particulier, il se peut que les prix assurant l'atteinte du seuil de rentabilité pour les fournisseurs américains de pétrole de schiste soient plus bas qu'anticipé et que l'entente conclue entre les producteurs membres de l'OPEP et certains autres producteurs de pétrole concernant la production ne soit pas renouvelée.

Les prix de certains produits de base non énergétiques ont légèrement augmenté depuis janvier. Le bois d'œuvre s'est renchéri sous l'effet du différend canado-américain sur le bois d'œuvre résineux — la possibilité d'une application rétroactive des nouveaux droits ayant entraîné un ralentissement des expéditions — et de la vigueur soutenue de la demande de logements aux États-Unis. Les prix des métaux communs sont un peu plus élevés, ce qui tient aux perturbations de l'offre à l'échelle mondiale et aux baisses de production dans le passé. À plus long terme, l'indice des prix des produits de base non énergétiques de la Banque du Canada devrait rester près de son niveau actuel, de nouvelles pressions à la hausse exercées sur certaines des composantes comme les métaux communs devant être largement compensées par de légers reculs dans d'autres catégories.

Graphique 5 : La production des pays membres de l'OPEP a chuté, mais le nombre d'installations de forage de pétrole de schiste est à la hausse aux États-Unis

a. Production des pays membres de l'OPEP, données mensuelles

b. Prix du Brent et nombre d'installations de forage de pétrole de schiste aux États-Unis, données mensuelles



a. Cet indicateur du nombre d'installations de forage de puits de pétrole de schiste aux États-Unis peut aussi inclure les installations de forage de puits de gaz de schiste et certaines installations de forage traditionnelles.

Nota : OPEP est l'acronyme de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole.

Sources : Agence internationale de l'énergie, Baker Hughes Inc. et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : février 2017 (production) et mars 2017 (Brent et installations de forage de pétrole de schiste aux États-Unis)

L'économie canadienne

La croissance économique au Canada a montré plus de vigueur au cours des derniers trimestres qu'on ne l'envisageait en janvier, mais la composition de la demande globale s'est avérée inégale. Dans le secteur pétrolier et gazier, on assiste à une relance de la croissance des dépenses d'investissement sous l'effet d'importants ajustements face à la baisse passée des prix des produits de base. Conjuguée à une activité très soutenue sur le plan de la consommation et de l'investissement résidentiel, cette relance a contribué à une accélération temporaire de la croissance au premier trimestre. En revanche, les investissements des entreprises et exportations hors produits de base restent faibles, ce qui soulève des questions sur la durabilité à moyen terme de la reprise.

Au cours de la période de projection, la Banque s'attend à ce que la croissance se poursuive, mais à un rythme plus modéré. L'activité économique sera soutenue par la hausse de la demande étrangère, les mesures de relance budgétaire fédérales ainsi que les conditions monétaires et financières expansionnistes. En outre, la composition de la croissance de la demande devrait se diversifier : les dépenses des ménages, surtout l'investissement résidentiel, se modèrent, alors que la part des exportations et des investissements des entreprises augmente, mais à une cadence beaucoup plus lente qu'habituellement à ce stade du cycle. La persistance des défis sur le plan de la compétitivité et l'incertitude entourant les perspectives d'évolution du commerce international devraient limiter cette diversification de la croissance. Une montée notable du protectionnisme à l'échelle internationale demeure la plus importante source d'incertitude pesant sur l'économie canadienne.

En raison essentiellement du dynamisme temporaire affiché en début d'année, la croissance du PIB réel devrait atteindre 2,6 % en 2017, avant de ralentir pour s'établir à 1,9 % en 2018 et à 1,8 % en 2019 (**Tableau 2** et **Encadré 3**). La projection de la Banque relative à l'accroissement de la production potentielle a été revue à la baisse. On s'attend maintenant à ce que l'écart de production se referme au premier semestre de 2018, soit un peu plus tôt que dans les prévisions de janvier.

Les variations des prix relatifs, en particulier l'augmentation des prix à la consommation de l'énergie, ont stimulé l'inflation au premier trimestre de 2017, mais elles devraient avoir un effet transitoire. Par contre, les mesures de l'inflation fondamentale que privilégie la Banque se sont inscrites en baisse ces derniers trimestres et restent inférieures à 2 %, ce qui concorde avec les capacités excédentaires notables au sein de l'économie canadienne. Tout comme en janvier, la Banque prévoit qu'au cours de la période de projection, l'inflation mesurée par l'IPC demeurera près de 2 % à mesure que les effets des variations des prix relatifs se dissiperont et que l'offre excédentaire se résorbera.

Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel
En points de pourcentage[a, b]

	2016	2017	2018	2019
Consommation	1,3 (1,3)	1,4 (1,3)	1,2 (1,3)	1,1
Logement	0,2 (0,2)	0,3 (-0,1)	0,0 (0,1)	-0,2
Administrations publiques	0,5 (0,5)	0,6 (0,9)	0,2 (0,0)	0,1
Investissements fixes des entreprises	-1,0 (-0,9)	-0,2 (-0,1)	0,4 (0,4)	0,4
Total partiel : demande intérieure finale	1,0 (1,1)	2,1 (2,0)	1,8 (1,8)	1,4
Exportations	0,4 (0,3)	0,6 (0,7)	0,9 (1,0)	0,9
Importations	0,3 (0,4)	-0,4 (-0,7)	-0,8 (-0,7)	-0,5
Total partiel : exportations nettes	0,7 (0,7)	0,2 (0,0)	0,1 (0,3)	0,4
Stocks	-0,3 (-0,5)	0,3 (0,1)	0,0 (0,0)	0,0
PIB	1,4 (1,3)	2,6 (2,1)	1,9 (2,1)	1,8
Pour mémoire (taux de variation) :				
Fourchette de la production potentielle	de 1,1 à 1,5 (de 1,2 à 1,8)	de 1,0 à 1,6 (de 1,0 à 2,0)	de 1,1 à 1,7 (de 0,9 à 2,1)	de 1,1 à 1,9
Revenu intérieur brut réel	0,7 (0,3)	3,6 (2,3)	1,6 (2,1)	1,6
Inflation mesurée par l'IPC	1,4 (1,4)	1,9 (1,8)	2,0 (1,9)	2,1

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Du fait que les chiffres sont arrondis, la somme des éléments ne correspond pas toujours au total.

Encadré 3

Principaux éléments du scénario de référence

La projection de la Banque repose toujours sur plusieurs hypothèses centrales, dont la modification aura des répercussions sur les perspectives entourant les économies mondiale et canadienne. La Banque revoit périodiquement ces hypothèses et évalue la sensibilité de la projection à celles-ci.

- La Banque suppose que les cours du pétrole se maintiendront près des niveaux moyens qui sont les leurs au moment où est effectuée la projection. Les cours du Brent, du West Texas Intermediate et du Western Canada Select s'établissent à environ 55, 50 et 35 $ US le baril respectivement, ce qui concorde avec l'hypothèse formulée dans le *Rapport* de janvier.
- Par convention, la Banque ne cherche pas à prévoir le taux de change dans le scénario de référence. En conséquence, elle postule que le dollar canadien demeurera, durant la période projetée, près du niveau moyen observé au moment de la projection, soit 75 cents. Cette hypothèse reste la même que dans le *Rapport* de janvier.
- La Banque suppose que l'écart de production révèle une marge de capacités excédentaires de 3/4 % au premier trimestre de 2017. Ce chiffre se fonde sur le point milieu des estimations que fait la Banque de cette marge dans l'économie canadienne, qui se situaient entre 1 1/4 % et 1/4 %[1]. L'hypothèse se compare à celle de janvier, selon laquelle la marge de capacités excédentaires était de 1 1/4 % au quatrième trimestre de 2016.
- La Banque postule que la croissance de la production potentielle, après avoir touché un creux de 1,3 % en 2017, montera graduellement à 1,6 % en 2020. Cette hypothèse est revue à la baisse par rapport à celle de janvier. De plus amples précisions sur l'évaluation que fait la Banque de la production potentielle sont données à l'Annexe, à la page 29.
- La Banque estime que le taux directeur nominal neutre au Canada se situe entre 2,5 % et 3,5 %, soit 25 points de base en dessous de l'estimation antérieure. La projection actuelle est basée sur le point milieu de cette fourchette.

1. D'après les estimations, le niveau de la production potentielle au premier trimestre serait supérieur de 0,4 % environ à la projection présentée dans le *Rapport* de janvier, alors que le niveau du PIB est revu à la hausse de 0,7 %. La révision du niveau de la production potentielle se fonde sur une analyse récente qui sous-tend la réévaluation annuelle faite par la Banque de l'ensemble des facteurs ayant une incidence sur la capacité de production. Elle se base aussi sur de nouvelles données. Plus précisément, les révisions positives des investissements des entreprises (par Statistique Canada) avant le choc des prix du pétrole, la croissance démographique légèrement supérieure induite par l'augmentation du nombre d'immigrants arrivés au Canada en 2016 et le niveau global plus élevé du PIB au cours des derniers trimestres laissent croire que la capacité de production est actuellement plus élevée que ce qui avait été évalué précédemment.

La forte croissance enregistrée récemment devrait se modérer

La croissance du PIB canadien au quatrième trimestre de 2016 a dépassé les estimations de janvier (**Tableau 3**). La vigueur des dépenses des ménages, la hausse des dépenses publiques et, dans une moindre mesure, les exportations modestes ont stimulé la croissance (**Graphique 6**). Ce résultat positif inattendu est principalement tributaire de l'investissement résidentiel ainsi que d'un déstockage moins important et d'un recul des importations plus marqué que prévu. À l'inverse, la demande intérieure finale, qui est un ingrédient nécessaire à l'amélioration durable de l'activité

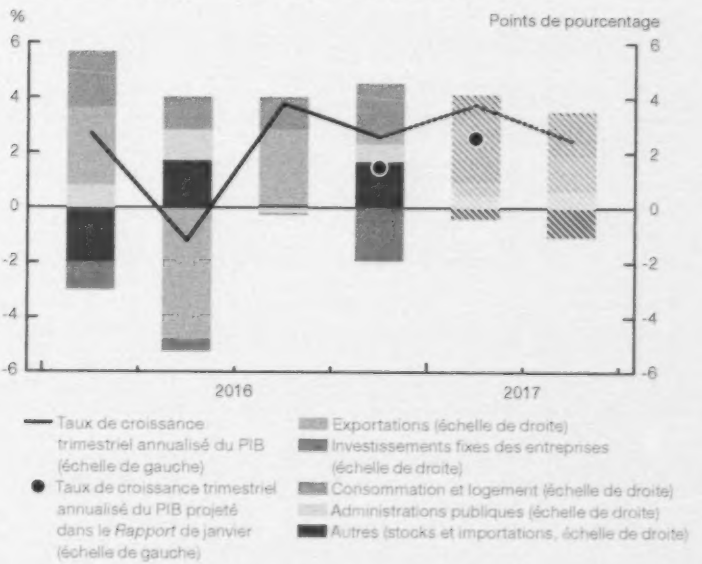
Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne
Taux de variation en glissement annuel[a]

	2016		2017		2016	2017	2018	2019
	T3	T4	T1	T2	T4	T4	T4	T4
Inflation mesurée par l'IPC	1,3 (1,3)	1,4 (1,4)	2,0 (1,8)	1,7	1,4 (1,4)	2,1 (2,1)	2,1 (2,0)	2,1
PIB réel	1,4 (1,3)	1,9 (1,6)	2,2 (1,5)	3,1	1,9 (1,6)	2,5 (2,3)	1,9 (2,2)	1,5
Taux de variation trimestriel annualisé[b]	3,8 (3,5)	2,6 (1,5)	3,8 (2,5)	2,5				

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*. Les principaux éléments du scénario de référence sont présentés à l'Encadré 3.

b. Les premier et deuxième trimestres de 2017 sont les seuls trimestres de la période de projection pour lesquels des données sur la croissance du PIB réel étaient disponibles au moment d'effectuer la projection. C'est pour cette raison que le taux de variation trimestriel n'est pas présenté au-delà de cette période. Les projections en glissement annuel au quatrième trimestre visent à fournir une perspective à plus long terme.

Graphique 6 : La croissance à court terme est supérieure aux prévisions de janvier
Contribution à la croissance du PIB réel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et estimations et calculs de la Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2017T2

économique, s'est révélée plus faible qu'escompté. En particulier, les investissements des entreprises ont fléchi, et la formation de capital public est restée modérée, ce dernier facteur cadrant bien avec les retards constatés dans les dépenses en infrastructure[1].

Les estimations de l'activité économique au premier trimestre de 2017 ont été revues à la hausse : elles passent de 2,5 % en janvier à 3,8 % (**Tableau 3**). Le taux de croissance du PIB a progressé au cours du trimestre, ce qui s'explique en partie par une relance des investissements et l'accroissement d'autres dépenses dans le secteur pétrolier et gazier après une longue période de replis marqués. D'après les renseignements sur les marchés, il est peu probable que cette croissance tienne le même rythme dans le contexte de prix actuel. La consommation a également enregistré une croissance très forte, attribuable notamment à l'impulsion passagère donnée par l'Allocation canadienne pour enfants. En outre, les ventes de véhicules automobiles ont atteint un niveau record, leur rythme étant bien supérieur aux prévisions sur la demande annuelle. De même, l'activité dans le secteur du logement a grimpé à une cadence qui a peu de chances de se maintenir au vu des données économiques fondamentales. Compte tenu de tous ces facteurs ainsi que de la faiblesse des investissements et exportations hors produits de base, la Banque s'attend à ce que la croissance du PIB réel s'atténue au deuxième trimestre pour s'établir à 2,5 %.

L'économie affiche encore une marge notable de capacités excédentaires

Si la marge de capacités excédentaires a diminué depuis janvier, la Banque juge qu'au premier trimestre de 2017, elle est restée notable, se situant entre 1 1/4 et 1/4 %.

Pour mieux gérer l'incertitude considérable entourant l'estimation de l'écart de production, la Banque attache la même importance aux estimations obtenues selon les deux méthodes qu'elle utilise (l'une statistique ou mécanique et l'autre structurelle), sachant qu'elles présentent chacune des avantages et des inconvénients[2]. Il arrive donc que ces méthodes proposent des évaluations différentes de la marge de capacités excédentaires au sein de l'économie. Si l'on prend par exemple le cas d'une faiblesse persistante de l'activité économique, la méthode statistique a tendance à l'attribuer plus à une production potentielle inférieure que ne le fait la méthode structurelle.

Le marché de l'emploi permet d'évaluer la marge de capacités excédentaires selon un autre point de vue. La croissance de l'emploi est toujours solide à l'échelle nationale. Toutefois, la faible croissance des salaires et du nombre d'heures travaillées, combinée à la stagnation de l'indicateur du marché du travail de la Banque au cours de la dernière année, tend à indiquer que la main-d'œuvre est sous-utilisée. Aux États-Unis en revanche, le marché du travail est maintenant proche du plein emploi et les salaires augmentent à un rythme solide (**Encadré 4**).

---

1 Le budget fédéral de 2017 n'a en rien modifié la dépense globale prévue par celui de 2016 et l'Énoncé économique de l'automne pour les investissements dans l'infrastructure, mais l'imputation de certaines dépenses est reportée à l'exercice 2018-2019.

2 Si les méthodes statistique et structurelle présentées dans le site Web de la Banque jouent un rôle clé dans l'évaluation que fait l'institution de la production potentielle, d'autres modèles et sources d'information sont également pris en compte. Les estimations structurelle et statistique que la Banque fait de l'écart de production se trouvent dans le site Web de l'institution : Statistiques > Indicateurs > Indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et l'inflation au Canada. Pour plus de précisions sur ces méthodes d'évaluation, voir L. Pichette, P. St-Amant, B. Tomlin et K. Anoma (2015), *Measuring Potential Output at the Bank of Canada: The Extended Multivariate Filter and the Integrated Framework*, document d'analyse n° 2015-1, Banque du Canada.

Encadré 4

Une comparaison de l'évolution récente du marché du travail au Canada et aux États-Unis

Une marge notable de ressources inutilisées subsiste sur le marché canadien du travail, et la croissance des salaires est modérée. Divers indicateurs tendent à l'inverse à montrer que le marché du travail est maintenant proche du plein emploi aux États-Unis et que les salaires y ont augmenté à un rythme régulier depuis 2014[1].

Cette divergence entre les deux pays tient en bonne partie à l'effondrement des cours du pétrole et d'autres produits de base intervenu à la mi-2014. La baisse des prix des produits de base a eu sur l'économie canadienne et l'économie américaine des effets sensiblement différents, qui se sont traduits par une plus forte dégradation de la conjoncture au Canada qu'aux États-Unis. Contrairement à ces derniers, le Canada est un exportateur net de produits de base, aussi la chute des prix des produits de base a-t-elle donné lieu à une détérioration des termes de l'échange du pays et, partant, à une baisse du pouvoir d'achat des consommateurs. En outre, le secteur des produits de base occupe au Canada une place plus importante dans l'activité économique qu'aux États-Unis.

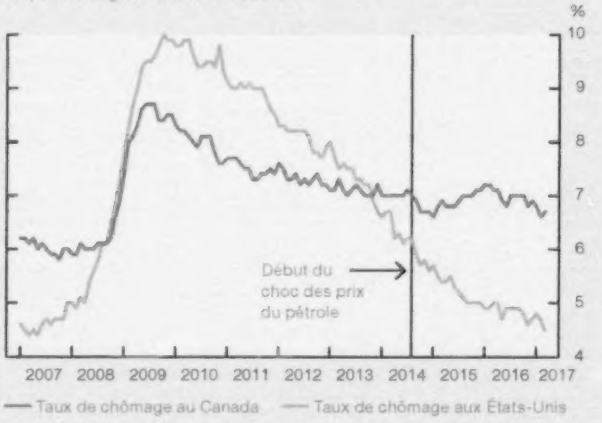
Comme le montre le **Graphique 4-A**, le taux de chômage est resté stable au Canada depuis la fin de 2014, alors qu'il n'a cessé de baisser aux États-Unis durant la même période[2]. Cette situation contrastée du marché du travail ressort également d'autres indicateurs. Les entreprises américaines font par exemple état de difficultés croissantes à pourvoir les postes vacants; dans ce contexte, le nombre de postes à pourvoir est à un sommet quasi inégalé, tandis que les licenciements affichent un plus-bas presque historique : ces deux variables sont révélatrices de l'existence de tensions sur le marché du travail. Au Canada, en revanche, le taux de postes vacants n'a pas beaucoup évolué depuis les premiers mois de 2015, et il a diminué dans les provinces où le secteur de l'énergie est fortement présent[3].

Plus récemment, la croissance du nombre total d'heures travaillées a été faible au Canada en regard de celle enregistrée aux États-Unis, et ce, malgré les fortes créations d'emplois de l'année écoulée (**Graphique 4-B**). La faible progression du nombre total d'heures travaillées est causée par le recul très marqué, depuis le milieu de 2016, du nombre moyen d'heures travaillées. Généralisé, ce repli s'observe quels que soient le type de poste (à temps plein ou à temps partiel), les caractéristiques de la main-d'œuvre (âge et sexe), la province (que le secteur de l'énergie

(suite à la page suivante)

Graphique 4-A : Contrairement à ce qui s'observe aux États-Unis, le taux de chômage est resté stable au Canada depuis 2014

En pourcentage, données mensuelles

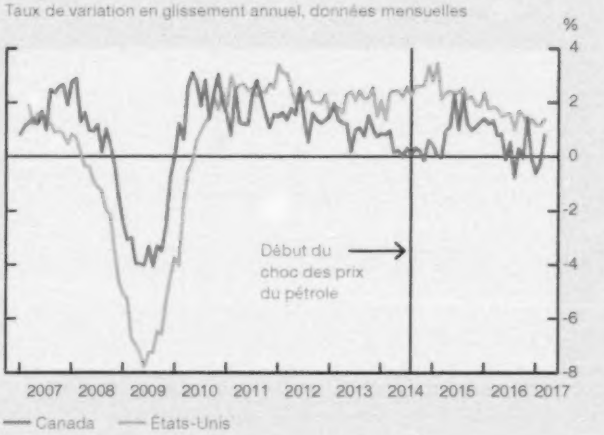


Sources : Statistique Canada et Bureau des statistiques du travail des États-Unis par l'intermédiaire de Haver Analytics

Dernière observation : mars 2017

Graphique 4-B : La croissance du nombre total d'heures travaillées est plus faible au Canada qu'aux États-Unis

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada, Bureau des statistiques du travail des États-Unis par l'intermédiaire de Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : mars 2017

1 Pour en savoir plus, se reporter à D. Brouillette, K. Gribbin, J.-D. Guénette, J. Ketcheson, O. Kostyshyna, J. Lachaine et C. Scarlett (2017), *A Canada-US Comparison of Labour Market Conditions*, note analytique du personnel n° 2017-4, Banque du Canada.

2 En raison de différences méthodologiques, les niveaux des taux de chômage au Canada et aux États-Unis ne sont pas tout à fait comparables. Appliquer la méthodologie américaine ferait baisser le profil de la courbe du chômage au Canada, mais n'en modifierait pas la dynamique.

3 Les provinces où le secteur de l'énergie est fortement présent sont l'Alberta, la Saskatchewan et Terre-Neuve-et-Labrador.

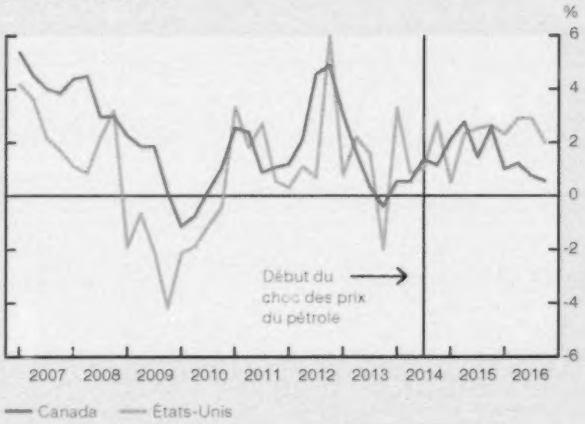
Encadré 4 (*suite*)

y soit fortement présent ou pas) ou le secteur d'activité (biens ou services). Les changements structurels sur le marché du travail — notamment l'accroissement de la proportion d'emplois à temps partiel ou la tertiarisation de l'économie — n'ont joué qu'un rôle mineur à cet égard. Les facteurs à l'origine de cette dynamique restent à élucider et l'analyse de la question se poursuit.

Les conditions plus défavorables du marché canadien du travail s'observent également dans la trajectoire divergente de la rémunération du travail. La croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre reste modérée au Canada depuis le milieu de 2015, mais s'est accélérée aux États-Unis (**Graphique 4-C**). Les données sur les salaires et le revenu du travail dressent un tableau analogue. Sur le plan des pressions salariales, l'écart entre les deux pays semble conforme à l'évolution de l'inflation : les mesures de l'inflation fondamentale se sont inscrites en baisse au Canada et en hausse aux États-Unis.

Graphique 4-C : Récemment, la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre a été plus faible au Canada qu'aux États-Unis

Taux de variation en glissement annuel, secteur des entreprises, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada, Bureau des statistiques du travail des États-Unis par l'intermédiaire de Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : 2016T4

La croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre étant modérée et les mesures de l'inflation fondamentale utilisées par la Banque se situant en deçà de 2 %, il est possible que la marge de capacités excédentaires dans l'économie soit supérieure à ce que laisse supposer le point médian de la fourchette (voir la section **Risques** à la page 25).

L'inflation s'est accrue récemment en raison de facteurs transitoires

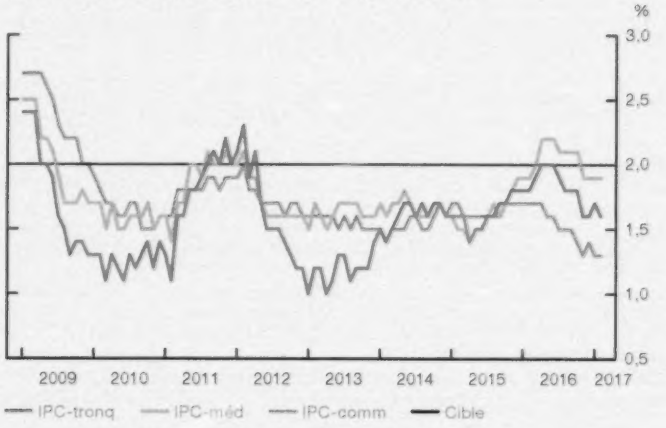
Après avoir touché un creux de 1,2 % en novembre 2016, l'inflation mesurée par l'IPC s'est hissée à 2,0 % en février, surtout en raison de la hausse des prix à la consommation de l'énergie. Pour le premier trimestre de 2017, on s'attend à ce que l'augmentation de l'inflation mesurée par l'IPC soit un peu plus forte qu'on ne l'envisageait en janvier. Ce résultat inattendu s'explique par un renchérissement plus important que prévu des véhicules de tourisme et de certains services (notamment les hôtels et le transport interurbain), en partie contrebalancé par des prix plus faibles qu'escompté des aliments au détail. L'incidence de toutes ces variations des prix relatifs sur l'inflation devrait être temporaire.

L'ensemble des mesures de l'inflation fondamentale utilisées par la Banque se sont inscrites en baisse ces derniers trimestres. Ces mesures cadrent avec une marge persistante de capacités excédentaires au sein de l'économie : elles restent toutes inférieures à 2 %, même si la fourchette demeure relativement grande, à savoir de 1,3 à 1,9 % (**Graphique 7**)[3].

3 Pour en savoir plus sur l'écart entre les mesures de l'inflation fondamentale utilisées par la Banque, voir L. Schembri (2017), *Les fondements de l'inflation fondamentale*, discours prononcé au département d'économie de l'Université Western à London (Ontario), le 9 février.

Graphique 7 : **Les mesures de l'inflation fondamentale se sont inscrites en baisse et sont inférieures à 2 %**

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et Banque du Canada

Dernière observation : février 2017

Une reprise modeste de la croissance de la production potentielle est à prévoir à mesure que se dissiperont les effets du choc des prix du pétrole

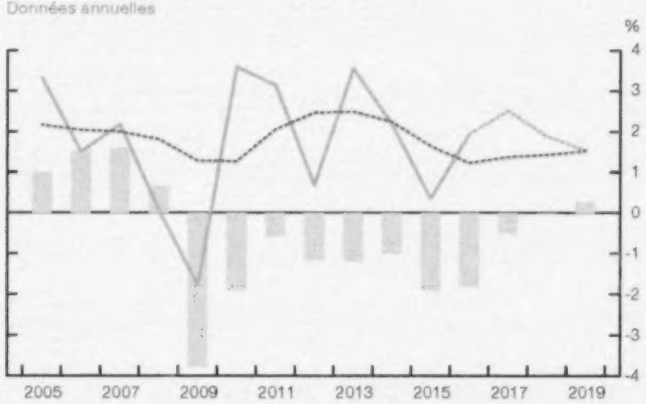
La croissance de la production potentielle devrait augmenter progressivement pour passer d'un creux de 1,3 % en 2016-2017 à 1,6 % d'ici 2020 (**Graphique 8** et l'**Annexe**, à la page 29). La croissance de la productivité tendancielle du travail devrait s'améliorer à mesure que les effets retardés du bas niveau des investissements antérieurs se dissiperont, surtout dans le secteur pétrolier et gazier. Les capacités excédentaires se résorbant dans le secteur hors ressources, il faut s'attendre aussi à ce que les investissements dans ce dernier favorisent une hausse de la croissance de la productivité tendancielle du travail. En revanche, le vieillissement de la population et d'autres forces démographiques devraient continuer de peser sur la croissance tendancielle du facteur travail.

Comparativement à la précédente évaluation annuelle en avril 2016, les estimations de la Banque concernant la croissance de la production potentielle durant la période de projection ont été revues à la baisse. Cette révision se justifie par la croissance plus lente que prévu de la productivité tendancielle du travail, laquelle s'explique par la faiblesse marquée des investissements des entreprises en 2015 et en 2016. Cette croissance plus lente est compensée en partie seulement par une modeste révision à la hausse de la croissance tendancielle du facteur travail, qui tient à des niveaux plus élevés d'immigration.

L'estimation que fait la Banque de la production potentielle est sujette à une incertitude considérable. Elle est donc présentée sous forme de fourchette (**Tableau 2** et **Annexe**). En particulier, le rebond procyclique de la croissance de la production potentielle intégré au scénario de référence pourrait s'avérer plus fort que prévu (voir la section **Risques**, à la page 25).

Graphique 8 : **La croissance du PIB réel devrait ralentir pour se rapprocher de la croissance de la production potentielle**

Données annuelles



--- Production potentielle (taux de variation en glissement annuel au quatrième trimestre)
— PIB réel (taux de variation en glissement annuel au quatrième trimestre)
Écart de production (taux annuel moyen)

Sources : Statistique Canada et calculs, estimations et projections de la Banque du Canada

La croissance du PIB devrait ralentir

La Banque prévoit que la croissance du PIB réel continuera à ralentir au-delà du premier semestre de 2017 et s'équilibrera davantage entre les différentes composantes de la demande : la contribution des exportations ainsi que des investissements publics et privés devrait augmenter, tandis que celle de l'investissement résidentiel et de la consommation devrait diminuer (**Graphique 8** et **Tableau 2**).

D'un point de vue sectoriel, la croissance économique est toujours soutenue par l'expansion du secteur des services (**Graphique 9**). La croissance de l'activité liée aux ressources reprend à la suite d'importants ajustements face à la baisse passée des prix des produits de base, ce qui concourt à favoriser une modeste expansion du secteur des biens.

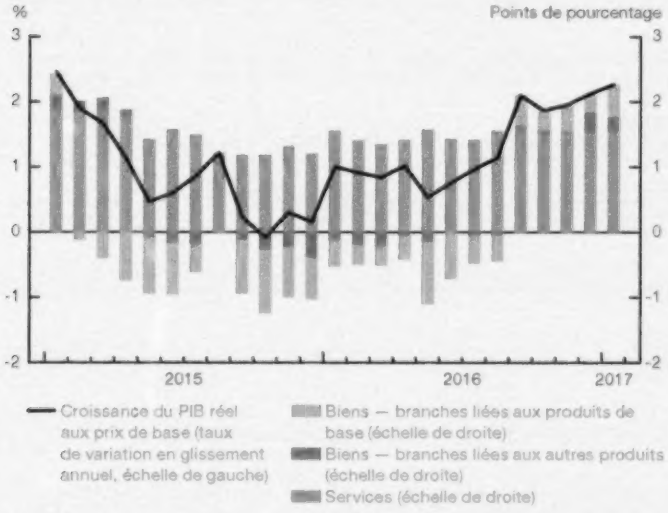
La prévision du taux de croissance du PIB réel en 2017 a été revue à la hausse du fait des dépenses des ménages plus fortes qu'escompté, surtout l'investissement résidentiel, ainsi que des dépenses plus importantes que prévu dans le secteur pétrolier et gazier. La croissance supérieure aux attentes s'observe surtout au premier trimestre. À l'horizon du quatrième trimestre de 2017, les perspectives de croissance du PIB sont sensiblement les mêmes qu'en janvier (**Tableau 3**).

Les exportations devraient croître à un rythme modeste...

Durant la période de projection, les exportations, tirées par un renforcement de la demande mondiale, devraient croître d'un taux modeste de 2,5 %. On s'attend à ce que la persistance des défis sur le plan de la compétitivité et l'incertitude liée à la politique de commerce extérieur des États-Unis pèsent toutefois sur les perspectives des exportations. Par conséquent, la croissance des exportations est bien plus lente que dans les cycles précédents, de sorte que la part de ces dernières dans le PIB ne devrait augmenter que légèrement.

Graphique 9 : **L'expansion du secteur des services continue de soutenir la croissance, tandis que le secteur des biens commence à y contribuer**

Contribution à la croissance du PIB réel aux prix de base, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : janvier 2017

Les exportations hors produits de base devraient progresser à un rythme modéré, grâce aux services et à plusieurs biens manufacturés. Au cours de la dernière année, les exportations de services, dynamisées par les services de transport et de voyage, ont affiché une meilleure tenue que les exportations de biens, et cette forte croissance devrait se poursuivre. Il est prévu que les exportations de biens manufacturés, dont les aéronefs et pièces d'aéronef ainsi que les produits pharmaceutiques et médicinaux, s'accroîtront. Cela dit, les perspectives tiennent également compte de l'incidence de la redéfinition annoncée de certains mandats de production dans le secteur automobile, qui devrait commencer à brider les exportations au second semestre de l'année.

Les exportations de produits de base seront favorisées par le raffermissement des prix de ces derniers. Par contre, le repli passé des investissements dans le secteur pétrolier et gazier ainsi que les défis sur le plan de la compétitivité dans le secteur minier limiteront leur contribution à la croissance globale des exportations. De même, les exportations de bois d'œuvre pâtissent de l'incertitude liée à l'étendue des droits compensateurs et antidumping sur les importations aux États-Unis et à leur possible application rétroactive.

La croissance des exportations a été revue à la baisse depuis la parution du *Rapport* de janvier, en raison surtout d'un autre effet modérateur exercé sur les investissements à l'échelle mondiale, lequel résulte de l'incertitude liée à la politique de commerce extérieur des États-Unis[4].

4 Cet autre effet a pour conséquence de retrancher environ 0,2 point de pourcentage à la croissance des exportations canadiennes en 2017 et en 2018.

... de même que les investissements des entreprises

À l'instar des exportations, les investissements des entreprises devraient s'accroître durant la période de projection, ce qui s'explique en partie par la fin attendue de l'ajustement au choc des prix des produits de base et par une modeste expansion dans le secteur hors ressources. La Banque prévoit néanmoins qu'ils resteront bien inférieurs au niveau habituellement observé dans les cycles économiques précédents. D'une manière générale, la part des investissements des entreprises dans la demande globale au sein de l'économie canadienne devrait demeurer près de son niveau actuel tout au long de la période projetée (**Graphique 10**).

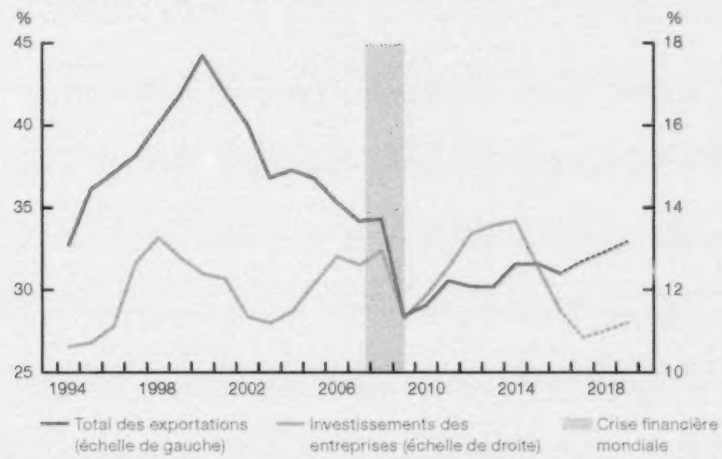
Les réponses recueillies lors de la plus récente enquête sur les perspectives des entreprises indiquent qu'après avoir affiché un niveau faible pendant deux ans, les intentions d'investissement en machines et matériel sont devenues plus répandues. Bon nombre de répondants estiment toutefois que l'augmentation des dépenses sera modeste et qu'elle se limitera, dans certains cas, à l'entretien du matériel. Ces résultats donnent à penser que la reprise économique n'est pas encore suffisamment perçue comme certaine ou durable pour justifier d'importantes dépenses d'investissement.

Les entreprises canadiennes demeurent prudentes, motivées par certaines craintes : 1) une accentuation du protectionnisme; 2) une réduction de leur compétitivité en cas d'une baisse de l'impôt des sociétés et de modifications réglementaires aux États-Unis; et 3) de possibles retards dans la mise en œuvre d'autres politiques américaines. Même si d'après plusieurs enquêtes, les indicateurs de la confiance des entreprises se sont améliorés dernièrement, bon nombre restent en deçà de leur moyenne historique (**Graphique 11**).

Les investissements à l'extérieur du secteur pétrolier et gazier demeureront vraisemblablement atones en 2017. De fait, les dépenses en immobilisations dans le secteur de la fabrication devraient être faibles, comme en

Graphique 10 : **Les parts des exportations et des investissements des entreprises dans le PIB devraient augmenter légèrement**

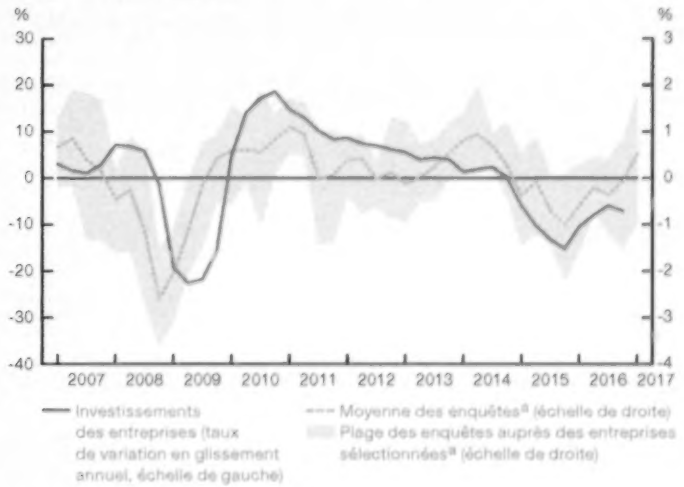
Part du PIB nominal, données annuelles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 11 : **Certains indicateurs de la confiance des entreprises se sont améliorés au cours des derniers trimestres, mais ils demeurent bas**

Données trimestrielles



a. Écart par rapport à la moyenne historique, établi selon l'écart-type.

Sources : Statistique Canada, Conference Board du Canada, The Gandalf Group, Fédération canadienne de l'entreprise indépendante, IHS Markit, Comptables professionnels agréés du Canada, Exportation et développement Canada, Banque du Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : 2016T4 (investissements des entreprises) et 2017T1 (plage et moyenne des enquêtes sélectionnées)

témoignent les résultats de l'enquête de Statistique Canada sur les intentions des entreprises à cet égard. En revanche, les taux d'utilisation des capacités dans beaucoup de ces branches d'activité avoisinent leurs sommets historiques. Au vu de l'expansion projetée de la demande, un nombre accru d'entreprises subiront des contraintes de capacité, et l'on s'attend à une augmentation des investissements.

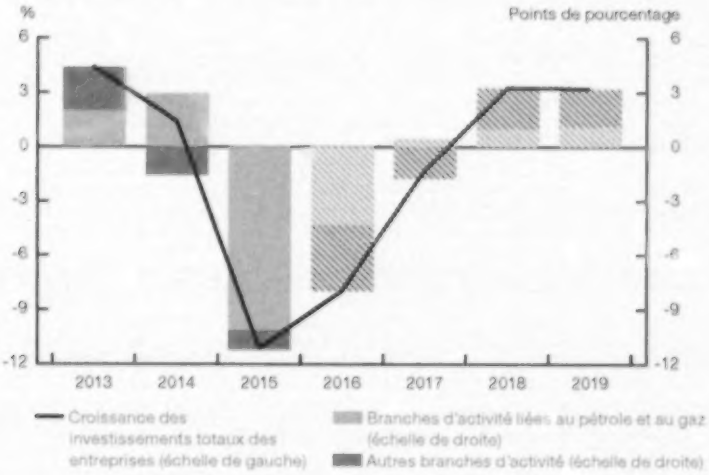
Après s'être contractés pendant deux ans, les investissements dans le secteur pétrolier et gazier devraient progresser à une cadence modérée, comme l'indiquent l'intensification des activités de forage et les projets annoncés de dépenses en immobilisations (**Graphique 12**). Cette perspective est confortée par les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises parus ce printemps, selon lesquels les intentions d'investissement des répondants se trouvant dans les régions les plus touchées par le choc des prix du pétrole se sont améliorées, mais demeurent basses, ce qui laisse transparaître un optimisme prudent. Toutefois, les perspectives du secteur dépendent, dans une large mesure, de l'évolution future des cours mondiaux du pétrole et de la réalisation de projets de pipeline.

La croissance des investissements a été revue à la baisse depuis janvier, la Banque prévoyant maintenant que l'incertitude à l'égard de la politique de commerce extérieur des États-Unis persistera plus longtemps[5].

5 Cet autre effet a entraîné une réduction projetée de la croissance des investissements d'environ 0,5 point de pourcentage en 2017 et en 2018.

Graphique 12 : **La croissance des investissements dans le secteur pétrolier et gazier devrait devenir positive, après avoir été négative**

Contribution à la croissance des investissements totaux des entreprises, données annuelles



Sources : Statistique Canada et estimations, calculs et projections de la Banque du Canada

Les dépenses des ménages devraient se modérer

La croissance des dépenses de consommation est appelée à demeurer vigoureuse en 2017, tirée par des gains soutenus au chapitre du revenu du travail ainsi que par le niveau élevé de la richesse immobilière et financière. À long terme, elle devrait se modérer et croître globalement au même rythme que le revenu disponible. Le niveau élevé d'endettement freinera également quelque peu les dépenses. Le ratio total de la dette au revenu disponible devrait s'inscrire en légère hausse.

L'activité dans le secteur du logement a été très vive dans certains segments du marché national. En particulier, les reventes et les mises en chantier ont nettement grimpé dans la région du Grand Toronto et certaines parties de la région du Golden Horseshoe. La croissance des prix s'est accélérée dans le Grand Toronto et semble être entrée dans une phase où la spéculation joue un rôle accru. Les reventes ont également augmenté en Alberta, mais partaient de bas niveaux. À l'inverse, leur croissance a ralenti dans le Grand Vancouver et demeure modeste ailleurs au pays.

La modération prévue des dépenses des ménages sera induite par un rythme de croissance plus lent des dépenses en logement. Comme en janvier, la Banque s'attend à ce que les modifications apportées par le gouvernement fédéral aux politiques de financement du logement continuent de réfréner l'activité dans le secteur de l'habitation. De plus, ce secteur devrait ralentir un peu sous le coup du niveau élevé d'endettement des ménages et de l'augmentation des coûts d'emprunt à plus long terme découlant de la hausse graduelle projetée des rendements à long terme à l'échelle mondiale.

À la lumière des données plus favorables qu'escompté sur la plupart des marchés au premier trimestre de 2017, la contribution de l'investissement résidentiel à la croissance du PIB réel cette année devrait être beaucoup plus élevée qu'on ne l'envisageait en janvier. Il s'agit là de la principale raison expliquant la révision à la hausse de la croissance du PIB en 2017.

L'inflation mesurée par l'IPC devrait demeurer près de 2 %

L'inflation mesurée par l'IPC devrait fléchir pour se situer à 1,7 % au milieu de 2017, les pressions à la hausse exercées par les prix à la consommation de l'énergie se dissipant. De plus, les prix faibles des aliments, les rabais accordés sur les prix de l'électricité et l'offre excédentaire pèsent sur l'inflation (**Graphique 13**).

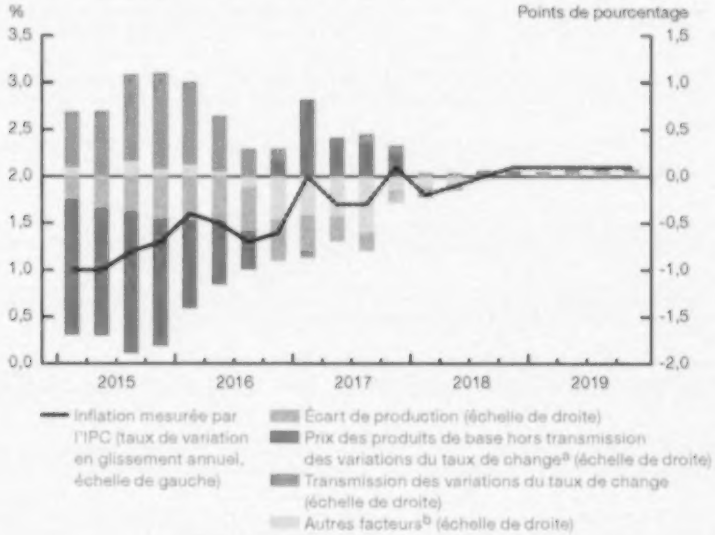
À compter du second semestre de 2017, l'inflation devrait fluctuer étroitement autour de 2 %, l'effet des chocs des prix relatifs s'estompant à des rythmes différents. Au fil de la résorption des capacités excédentaires au premier semestre de 2018, l'inflation retourne durablement à la cible de 2 %[6].

Les attentes d'inflation à moyen et à long terme restent bien ancrées. Les compilations de Consensus Economics publiées en mars 2017 font état de taux d'augmentation prévus de l'IPC de 2,1 % pour 2017 et de 2,0 % pour 2018.

Se fondant sur la dispersion passée des prévisions du secteur privé, la Banque estime que ±0,3 point de pourcentage est un intervalle raisonnable autour de sa projection de référence concernant l'inflation mesurée par l'IPC. Cet intervalle vise à donner une idée de l'incertitude entourant les prévisions.

Graphique 13 : **L'inflation mesurée par l'IPC devrait avoisiner 2 % pendant la période de projection**

Contribution à l'écart de l'inflation par rapport à la cible de 2 %



a. Cette mesure tient aussi compte de l'incidence sur l'inflation de l'écart par rapport à la relation habituelle entre les prix de l'essence et les cours du brut, de l'adoption du programme de plafonnement et d'échange en Ontario, ainsi que de la redevance sur le carbone en Alberta.

b. Au final, du quatrième trimestre de 2016 au deuxième trimestre de 2018, les autres facteurs représentent principalement l'incidence prévue de l'inflation des aliments — qui est inférieure à la moyenne en raison, notamment, de l'amélioration des récoltes et de l'intensification de la concurrence que se livrent les détaillants alimentaires — ainsi que l'incidence estimative sur les prix de l'électricité du plan ontarien pour l'équité dans le secteur de l'électricité.

Sources : Statistique Canada et estimations, calculs et projections de la Banque du Canada

6 Par convention, la Banque postule un taux de change constant durant la période de projection. Par conséquent, les variations du taux de change n'ont pas d'incidence sur l'inflation une fois que se sont estompés les effets des mouvements passés. L'incidence des cours des produits de base sur l'inflation est positive mais très faible en 2018 et en 2019. En effet, il est supposé que les prix du pétrole resteront près de leurs niveaux moyens récents tout au long de la période projetée, mais que ceux de certains produits de base non énergétiques augmenteront avec modération.

Les risques entourant les perspectives d'inflation

L'éventualité d'une montée notable du protectionnisme à l'échelle internationale est la plus importante source d'incertitude en ce qui concerne les perspectives. Cependant, il est impossible de quantifier précisément les conséquences de cette nouvelle tendance sans qu'une plus grande clarté soit apportée autour des mesures protectionnistes qui seront effectivement prises et de leur mise en œuvre. Les possibilités sont multiples, et les canaux par lesquels ces mesures pourraient se répercuter sur l'économie sont complexes (**Encadré 1**, à la page 2). La Banque s'est néanmoins efforcée de mieux équilibrer les risques pesant sur les perspectives en intégrant au scénario de référence au moins certains des effets négatifs qu'a l'incertitude élevée sur les investissements des entreprises et les exportations.

Mis à part cela, plusieurs risques liés à la conjoncture extérieure ainsi qu'à la situation économique intérieure planent sur les perspectives formulées par la Banque. Comme dans les rapports précédents, l'analyse porte sur certains risques entourant l'évolution projetée de l'inflation qui sont jugés les plus importants parmi l'ensemble plus vaste de risques pris en compte dans la projection. L'évolution des risques depuis la parution du *Rapport* précédent est résumée au **Tableau 4**. Le risque d'une production potentielle plus forte a été ajouté, tandis que les risques représentés par un niveau plus élevé des taux d'intérêt à long terme dans le monde et des prix des produits de base ne sont pas abordés dans le présent *Rapport*, mais continueront de faire l'objet d'un suivi.

1) Croissance du PIB réel plus forte aux États-Unis

Bien que le scénario de référence intègre un redressement relatif de la croissance de l'économie américaine, en partie attribuable à des mesures de relance budgétaire attendues, une trajectoire de croissance encore plus vigoureuse est aussi possible. En effet, la reprise en cours, conjuguée aux éventuels changements apportés aux politiques, par exemple s'agissant des dépenses d'infrastructure et de la déréglementation, pourrait réveiller un « dynamisme instinctif », c'est-à-dire raviver la confiance des entreprises et accélérer le rythme des investissements, de la création d'entreprises et de l'innovation, surtout si l'incertitude autour des politiques qui seront adoptées à l'échelle internationale est levée. Un niveau plus élevé des dépenses des ménages et des investissements publics et privés aux États-Unis aurait des retombées positives sur la confiance des entreprises canadiennes, leurs investissements et leurs exportations.

2) Atonie des investissements des entreprises au Canada

Bien que les perspectives entourant les investissements des entreprises intègrent déjà les effets négatifs qui découleraient d'une incertitude élevée à l'égard des politiques qu'adopteraient les États-Unis, d'autres risques à la baisse subsistent. Plus particulièrement, l'évolution décevante des investissements des entreprises depuis la crise financière mondiale pourrait indiquer que des facteurs démographiques ou d'autres facteurs structurels ont une importance plus grande que ce qui avait été estimé. De plus, le déplacement en cours de la production économique vers le secteur des services, qui est à plus faible intensité de capital, pourrait se traduire par une composition différente des investissements et une diminution de leur part relative dans le PIB. Au fil du temps, cette faiblesse des investissements donnerait aussi lieu à une moindre intensification du capital et réduirait la croissance de la production potentielle, ce qui compenserait en partie l'incidence désinflationniste d'une demande plus faible.

3) Des dépenses des ménages plus élevées et un endettement en hausse

Le dynamisme des ventes de véhicules motorisés, le niveau élevé de la confiance des consommateurs et de la construction des maisons individuelles ainsi que l'augmentation de la revente et des prix des logements laissent supposer que la croissance sous-jacente des dépenses des ménages reste robuste. Même si la Banque s'attend à ce que les dépenses des ménages ralentissent au cours des prochains trimestres, la vigueur enregistrée pourrait se maintenir pour encore un certain temps si le taux d'épargne (aujourd'hui à son niveau le plus haut depuis 2001) fléchit plus que prévu ou si le dynamisme actuel du marché du logement persiste. Bien que ce phénomène puisse stimuler l'activité économique à court terme, il accentuerait davantage les vulnérabilités macroéconomiques et financières associées au niveau élevé de l'endettement des ménages et des prix des logements.

4) Production potentielle plus élevée

L'incertitude liée à l'estimation de la production potentielle faite par la Banque est grande. Le niveau actuel de la production potentielle pourrait être plus élevé qu'on ne l'estime, ce qui signifierait que l'offre excédentaire serait supérieure à celle de l'évaluation actuelle et que les tensions inflationnistes seraient moindres.

De surcroît, la trajectoire de la production potentielle pourrait être supérieure aux prévisions et pourrait faire ainsi peser un risque à la baisse sur l'inflation. À mesure que l'économie gagnera en vigueur et se rapprochera de sa pleine capacité, les investissements accrus, y compris ceux associés à la création d'entreprises, pourraient entraîner une hausse de la production potentielle plus rapide que ce que suppose le scénario de référence. Ce regain d'activité pourrait aussi entraîner la réintégration de travailleurs, en particulier de jeunes, qui étaient sortis de la population active ou qui avaient été sans emploi ou sous-employés pendant une longue période[7]. Les effets procycliques de cette création supplémentaire d'entreprises et de postes pourraient stimuler la croissance de la production potentielle. Plus l'incidence de ces facteurs sera forte, plus il y aura de chances que la croissance de la production potentielle se trouve dans la partie supérieure de la fourchette des estimations de la Banque et que l'inflation soit inférieure aux projections.

7 Pour en savoir plus, voir A. Agopsowicz, B. Gueye, N. Kyui, Y. Park, M. Salameh et B. Tomlin (2017), *April 2017 Annual Reassessment of Potential Output Growth in Canada*, note analytique du personnel n° 2017-5, Banque du Canada.

Tableau 4 : **Évolution des risques depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* de janvier**

Risque	Évolutions récentes	Facteurs à surveiller
Croissance du PIB réel plus forte aux États-Unis	• Les données du premier trimestre ont été moins vigoureuses que prévu • La croissance de la productivité reste faible malgré quelques améliorations récentes • L'incertitude et la confiance demeurent élevées • Le nombre de postes vacants atteint un sommet presque record et les mises à pied sont près du seuil le plus bas jamais enregistré	• La création d'entreprises, les investissements et la production industrielle • Le taux d'activité • La confiance des entreprises et des consommateurs • La publication du budget et les autres annonces des autorités
Atonie des investissements des entreprises au Canada	• Le récent dynamisme sous-jacent des dépenses d'investissement est faible • L'incertitude mondiale demeure élevée • Le redressement des exportations canadiennes est lent • Les enquêtes auprès des entreprises laissent entrevoir une amélioration des intentions d'investissement	• Les indicateurs des intentions d'investissement et de la confiance des entreprises canadiennes • Les importations de machines et de matériel • Les investissements des entreprises américaines et les autres sources de la demande d'exportations canadiennes
Dépenses des ménages plus élevées et endettement en hausse au Canada	• Le taux d'épargne reste élevé • Les chiffres ont été supérieurs aux attentes, révélant notamment une forte croissance des ventes de véhicules automobiles, un niveau élevé de la confiance des consommateurs et de la construction des maisons individuelles, ainsi qu'une augmentation de la revente des maisons et des prix des logements • L'endettement des ménages a continué d'augmenter	• La vente de véhicules automobiles et les ventes au détail • La confiance des ménages • L'activité et les prix dans le secteur du logement • L'endettement et les habitudes d'épargne des ménages
Production potentielle plus élevée au Canada	• La marge de capacités excédentaires au sein de l'économie persiste • Les mesures de l'inflation fondamentale de la Banque sont inférieures à 2 %, et la croissance des salaires reste modérée • Le nombre d'heures travaillées est faible, le taux d'activité chez les jeunes reste bas et le taux de chômage de longue durée demeure élevé	• Les estimations de l'écart de production • Les mesures de l'inflation fondamentale • Les mesures des ressources inutilisées sur le marché du travail, dont les salaires, le travail à temps partiel involontaire, le nombre d'heures travaillées, le taux d'activité chez les jeunes, le taux d'activité des travailleurs dans la force de l'âge et le chômage de longue durée • La création d'entreprises et les investissements privés • Les indicateurs des intentions d'investissement et de la confiance des entreprises canadiennes
Autres risques dans le *Rapport* de janvier		
Taux d'intérêt à long terme plus élevés dans le monde[a]	• Les rendements obligataires mondiaux demeurent bas • Les mouvements de capitaux des économies émergentes se sont stabilisés • La hausse récente des taux directeurs aux États-Unis n'a pas entraîné d'augmentation marquée des taux d'intérêt à long terme	• Les taux d'intérêt à long terme à l'étranger et au Canada • Les indicateurs des primes de terme incorporées dans les obligations • Les mouvements internationaux de capitaux
Prix plus élevés des produits de base[a]	• Pas de nouvelle annonce concernant les dépenses d'infrastructure aux États-Unis • Les réductions de la production de pétrole par les membres de l'OPEP[b] et les autres pays producteurs ont dépassé les prévisions • Le nombre d'installations de forage dans les champs de pétrole de schiste aux États-Unis continue d'augmenter • Les perturbations de l'offre ont contribué à réduire les stocks excédentaires dans le cas des métaux de base	• Les annonces de dépenses d'infrastructure aux États-Unis • La demande de produits de base en Chine • Le respect des objectifs de production des membres de l'OPEP et des autres pays producteurs de pétrole • La production de pétrole de schiste et l'activité de forage aux États-Unis

a. Ce risque n'est pas abordé dans le présent rapport, mais continuera de faire l'objet d'un suivi.

b. OPEP : acronyme de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole.

Annexe : Réévaluation de la croissance de la production potentielle

La présente annexe explique les résultats de la réévaluation annuelle, par la Banque, des perspectives de croissance de la production potentielle[8]. La Banque prévoit que la croissance de la production potentielle se redressera, passant de 1,3 % en 2017 à 1,6 % d'ici 2020 (**Tableau A-1**). La production potentielle peut être décomposée en deux éléments : le facteur travail tendanciel (tendance du nombre d'heures travaillées) et la productivité tendancielle du travail (tendance de la production par heure travaillée).

Le rythme d'accroissement tendanciel du facteur travail continuera de se modérer graduellement au cours de la période de projection, sous l'effet surtout des forces démographiques à l'œuvre (**Graphique A-1**). Le taux de croissance de la population en âge de travailler devrait connaître une diminution associée au vieillissement de la population, même si cette diminution sera en partie compensée par de forts niveaux d'immigration. De plus, le taux d'emploi et le nombre moyen d'heures travaillées devraient continuer d'évoluer à la baisse. Bien que les travailleurs âgés aient aujourd'hui un taux d'activité plus élevé que les cohortes précédentes, ils sont moins susceptibles d'avoir un emploi que les personnes dans la force de l'âge (les 25 à 54 ans), et lorsqu'ils en ont un, ils travaillent vraisemblablement moins d'heures. On observe par ailleurs une évolution de la composition du segment des travailleurs occupés au profit du secteur des services, où le nombre d'heures de travail hebdomadaire est généralement moins élevé.

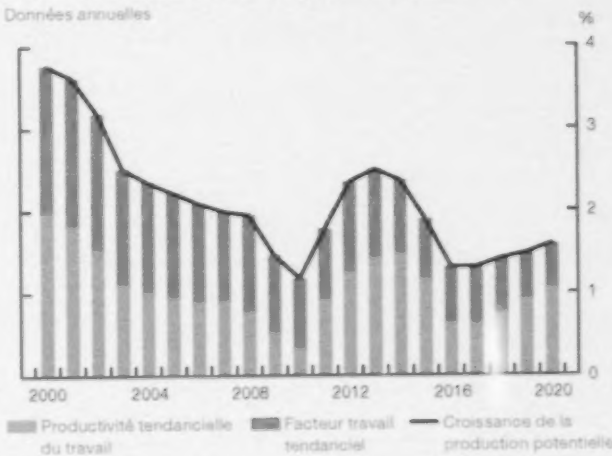
La faiblesse de la croissance tendancielle de la productivité du travail pèse sur le rythme d'expansion de la production potentielle à court terme et résulte à la fois des effets retardés de la réduction des investissements, notamment dans le secteur pétrolier et gazier (**Graphique A-1**), et du déplacement des travailleurs

Tableau A-1 : **Taux de croissance projeté de la production potentielle**
Taux de variation en glissement annuel[a, b]

	2016	2017	2018	2019	2020
Fourchette de la production potentielle	de 1,1 à 1,5	de 1,0 à 1,6	de 1,1 à 1,7	de 1,1 à 1,9	de 1,1 à 2,1
Point médian de la fourchette	1,3 (1,5)	1,3 (1,5)	1,4 (1,5)	1,5 (1,6)	1,6 (1,6)
Facteur travail tendanciel	0,7 (0,7)	0,7 (0,6)	0,7 (0,5)	0,6 (0,5)	0,5 (0,4)
Productivité tendancielle du travail	0,6 (0,8)	0,6 (1,0)	0,8 (1,1)	0,9 (1,1)	1,1 (1,2)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du *Rapport* d'avril 2016.
b. Du fait que les chiffres sont arrondis, la somme des éléments ne correspond pas toujours au total.

Graphique A-1 : **La croissance de la production potentielle devrait se redresser à la faveur du raffermissement de la croissance tendancielle de la productivité du travail**



Sources : Statistique Canada et estimations et projections de la Banque du Canada

8 Pour en savoir plus, voir A. Agopsowicz, B. Gueye, N. Kyui, Y. Park, M. Salameh et B. Tomlin (2017), *April 2017 Annual Reassessment of Potential Output Growth in Canada*, note analytique du personnel n° 2017-5, Banque du Canada.

du secteur de l'énergie consécutif au recul des prix du pétrole. La croissance tendancielle de la productivité du travail devrait revenir à sa moyenne historique d'environ 1,2 % peu après 2020, à la faveur de la reprise des investissements. En particulier, les investissements en machines et matériel, qui sont associés à l'amélioration de la croissance de la productivité, devraient progresser.

À court terme, la Banque estime que la croissance de la production potentielle devrait être légèrement plus faible qu'elle ne l'escomptait dans sa réévaluation d'avril 2016, et que d'ici 2020, celle-ci retrouvera le rythme qu'elle anticipait alors. Cette révision à la baisse s'explique par la croissance tendancielle plus lente que prévu de la productivité du travail, conséquence de la faiblesse inattendue des investissements des entreprises. L'effet de ce ralentissement est, par contre, en partie compensé par une légère révision à la hausse des perspectives de croissance tendancielle du facteur travail, laquelle témoigne d'une immigration plus forte[9].

Le taux directeur neutre nominal se situerait à 3 % (soit à l'intérieur d'une fourchette de 2,5 à 3,5 %). Cette estimation est inférieure de 25 points de base à celle postulée en avril 2016 en raison de facteurs mondiaux et de la révision à la baisse de la projection relative à la croissance de la production potentielle au Canada.

Les estimations de la production potentielle sont imprécises du fait de l'incertitude qui entoure ses composantes, comme par exemple l'évolution de la productivité, laquelle dépend des progrès technologiques et de mutations structurelles de tous ordres. La productivité dépend aussi du niveau et de la composition des investissements futurs, qui sont difficiles à prévoir. La fourchette d'estimations de la croissance de la production potentielle permet de tenir compte de cette incertitude (**Tableau A-1**)[10].

Tout bien considéré, il est plus probable qu'à ce stade-ci du cycle économique, la croissance de la production potentielle se situe dans la partie supérieure de la fourchette. Ainsi, une augmentation des capacités et une activité accrue pourraient réduire davantage le chômage de longue durée et le sous-emploi sur le marché du travail. Les effets procycliques de l'accroissement des investissements et de la création d'emplois pourraient stimuler la croissance de la production potentielle un peu plus que ce qui est postulé dans le scénario de référence. Toutefois, l'ampleur de ces effets et le moment de leur matérialisation sont très incertains.

Un autre risque à la hausse pourrait découler de la mise en œuvre de l'Accord économique et commercial global entre le Canada et l'Union européenne ou d'autres accords commerciaux dans l'avenir. Une réduction des barrières commerciales entre les provinces allant dans le sens de celle annoncée récemment par les gouvernements fédéral et provinciaux pourrait aussi dynamiser la production potentielle. Par exemple, une diminution du coût des échanges interprovinciaux influerait sur la croissance de la productivité dans les secteurs clés, qui représentent une part importante du commerce intérieur.

La croissance de la production potentielle pourrait être plus faible que prévu si la montée éventuelle du protectionnisme à l'échelle internationale se réalisait. Le commerce favorise la spécialisation et l'innovation. Les entreprises canadiennes qui font du commerce international sont habituellement plus productives que les autres. L'adoption de mesures tendant à restreindre les échanges internationaux freinerait les investissements qui font augmenter la productivité, ainsi que la croissance tendancielle de la productivité du travail.

9 La cible d'admission d'immigrants a été relevée. De 260 000 à 285 000 en 2015, elle est passée à 300 000 pour 2016 et au-delà. De plus, un système destiné à faciliter les formalités d'entrée, créé en janvier 2015 et élargi par la suite, permet d'accélérer le traitement des demandes de résidence permanente présentées au titre de divers programmes. Par ailleurs, le 9 mars 2017, le gouvernement fédéral a annoncé la mise en œuvre d'un nouveau projet qui aidera les entreprises canadiennes à forte croissance à attirer des talents mondiaux spécialisés grâce à des examens de dossiers et des approbations de permis de travail plus rapides et aux résultats plus prévisibles.

10 Les estimations de la croissance de la production potentielle deviennent plus incertaines au cours de la période de projection (**Tableau 2** à la page 12). L'existence de cette zone d'incertitude implique que, d'ici la fin de 2019, le niveau de la production potentielle pourrait se situer dans un intervalle pouvant aller jusqu'à 1 % au-dessus ou en dessous du niveau postulé dans le scénario de référence.